

# O Fundo Soberano Brasileiro e suas Implicações para a Política Econômica

RODRIGO SIAS\*

**RESUMO** Desde o fim de 2002, o mundo experimenta um ciclo de desenvolvimento acelerado puxado pelo rápido crescimento da China e da Índia e dos gigantescos “déficits gêmeos” experimentados pelos Estados Unidos. Esse ciclo levou a aumentos inéditos dos preços do minério de ferro, aço, petróleo e alimentos, beneficiando os países produtores dessas *commodities*, que começaram a registrar enormes superávits comerciais e a acumular gigantescas reservas cambiais, que passaram a ser direcionadas para os chamados fundos de riqueza soberana. Nesse contexto, o Brasil estuda a criação do seu próprio fundo soberano, tendo em vista o acúmulo de reservas cambiais e a apreciação da taxa de câmbio do país.

**ABSTRACT** *Since the end of 2002, the world lives a cycle of accelerated growth, pushed by the rapid growth of China and India, and by the giant “twin deficits” commanded by USA. This cycle led to increases in the prices of iron mineral, steel, petroleum and food, that benefit the commodities producers’ countries, which register enormous commercial surplus and start to accumulate huge exchange reserves, that become directed to the so called sovereign wealth funds. In this context, Brazil considers the creation of its own sovereign wealth fund, having in mind its exchange reserves volume and its appreciated exchange rate.*

---

\* Economista do BNDES e mestrando do Programa de Pós-Graduação em Economia do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ).

O autor agradece as observações, correções e sugestões feitas pelos pareceristas anônimos da Revista do BNDES, isentando-os, obviamente, pelos erros e omissões porventura restantes. As opiniões deste artigo são de exclusiva responsabilidade do autor e não refletem necessariamente a opinião do BNDES.

## 1. Introdução

**E**m sua maioria, os fundos soberanos estão sediados em países ricos em recursos naturais e em países praticantes de políticas cambiais agressivas, que, além de possuírem gigantescas reservas cambiais investidas em títulos do Tesouro estadunidense, passaram, agora, a investir em outros ativos para aumentar o rendimento dessas reservas.

Esses fundos – nada mais do que fundos de investimentos estatais – cresceram de tamanho com o recente *boom* nos preços das *commodities* e com os megadéficits norte-americanos e ganharam importância no sistema financeiro internacional, a ponto de se tornarem o principal assunto da pauta do FMI e do encontro do G-8.

Dentro desse contexto, o governo brasileiro passou a discutir o estabelecimento de um fundo soberano para o país, tendo em vista o recorde de reservas cambiais alcançado pelo Brasil – avaliadas em US\$ 200 bilhões –, que equacionou o “eterno problema” da vulnerabilidade externa.

O artigo, que tem o objetivo de iniciar a discussão acadêmica sobre a criação de um fundo soberano para o Brasil, e suas possíveis implicações para a política econômica, está dividido em quatro seções, além desta introdução e da conclusão.

Na segunda seção, os fundos soberanos são caracterizados como fundos de investimento estatal, o que evidencia que não são uma novidade do século XXI, mas que só agora ganharam importância.

A terceira seção examina as razões estruturais da economia mundial que levaram à criação dos fundos soberanos, concluindo que esses instrumentos são frutos da globalização financeira. Revelam-se também a tipologia e a classificação dos diversos fundos, de acordo com seus objetivos e fonte de recursos.

Na quarta seção, são apresentados alguns *insights* de como os fundos soberanos podem atuar como ferramenta de política econômica, incorporando-os aos instrumentos clássicos de intervenção, como as políticas monetária, cambial e fiscal. Dá-se um rápido panorama da experiência recente da Noruega, paradigma de sucesso.

Na quinta seção, são analisados os objetivos do fundo soberano brasileiro divulgados pelo governo, examinando-se as alternativas.

Na conclusão, recapitulam-se os pontos levantados ao longo do trabalho e defende-se a constituição do fundo brasileiro, tendo em vista considerações sobre o mercado de *commodities* e o planejamento de longo prazo da economia brasileira.

## 2. O Que São os Fundos Soberanos de Riqueza

Os fundos soberanos de riqueza (ou *sovereign wealth funds*) são fundos de investimentos dos Estados. Tendo pouca necessidade de liquidez imediata e desfrutando de grandes reservas cambiais, esses Estados resolveram “poupar” o excesso de reservas em outros ativos financeiros, que não os títulos do Tesouro estadunidense, cujo retorno é diminuto.

A Tabela 1 apresenta dados que têm como base a análise risco/retorno de “carteiras estilizadas”. A principal conclusão, coerente com a teoria, é de que os investimentos típicos dos bancos centrais, as reservas cambiais, têm um retorno baixíssimo no longo prazo, o que incentivaria os países com largas reservas a investir em outro tipo de carteira.

TABELA 1

### Análise Risco/Retorno dos Investimentos – 1946–2007

(Em %)

CARTEIRA ESTILIZADA	RETORNO REAL MÉDIO POR ANO	DESVIO- PADRÃO ANUALIZADO DO RETORNO	PROBABILIDADE DE RETORNO REAL NEGATIVO NUMA CARTEIRA DE 10 ANOS
Carteira Típica de Bancos Centrais	0,98	1,24	37,00
Carteiras Típicas de Fundos de Pensão	5,75	12,45	12,50
Carteira com Todos os Índices de Ações dos EUA	7,11	19,37	13,30

Fonte: Summers (2007).

Atualmente, existem 58 fundos soberanos espalhados por quarenta países. O primeiro fundo soberano criado<sup>1</sup> por uma autoridade central foi o Kuwait Investment Authority (KIA), em 1953, fruto dos primeiros grandes fluxos de divisas provenientes da venda de petróleo naquele pequeno país.

1 Pode-se considerar que o primeiro fundo soberano criado foi o de Hong Kong, mas, na época (1935), a cidade era uma concessão inglesa na China.

Ainda nos anos 1950, foi instituído o Revenue Equalisation Reserve Fund (Rerf), o fundo soberano de Kiribati e o New Mexico State Investment Office Trust Funds, administrado pelo Estado do Novo México, nos EUA.

Se considerarmos que a autoridade monetária saudita, a Saudi Arabian Monetary Agency (Sama), também exerce funções associadas a fundos soberanos, chegaríamos ao total de quatro fundos estabelecidos na década de 1950.<sup>2</sup>

O primeiro grande *boom* de criação de fundos desse tipo ocorreu nos anos 1970 e início dos anos 1980, por causa da crise do petróleo e da elevação dos preços de *commodities*. Com a escalada dos preços, vários países exportadores passaram a criar “poupanças” com o súbito excesso de receitas.

Nessa época, foram instituídos nada menos do que 14 fundos soberanos. Nos anos 1970, surgiram fundos em países como Abu Dabi, Cingapura, Arábia Saudita, EUA (Estados do Alasca e Wyoming), Canadá (Estado de Alberta) e Papua-Nova Guiné, no total de sete fundos, portanto. Nos anos 1980, foram mais sete: em Brunei, na Noruega, no Chile, em Omã, Líbia e o segundo fundo de Cingapura e Arábia Saudita. Nos anos 1990, foram criados 11 fundos: em Hong Kong (China), na Malásia, em Botsuana, no Azerbaijão, na Venezuela, na Colômbia, em Uganda, no Gabão, dois na Austrália e o segundo fundo da Noruega.

Mas o número de fundos soberanos realmente cresceu nos anos 2000, período em que mais 28 fundos foram estabelecidos, em 23 países diferentes. Essa cifra ainda deve aumentar, pois a década não acabou e vários países cogitam criar seu fundo soberano, entre eles, o Brasil.

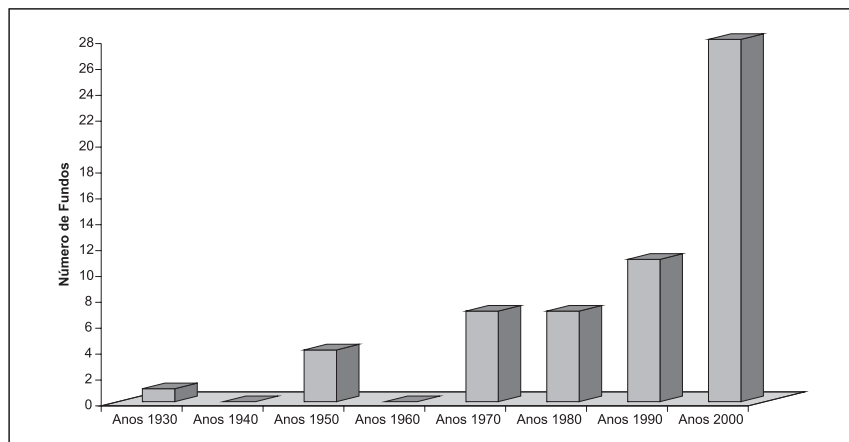
O Gráfico 1 mostra a evolução da criação de fundos soberanos, desde seu surgimento, nos anos 1930.

Há diversas razões para esse recorde de criação de fundos soberanos na década de 2000: os altos preços do petróleo (e das outras *commodities* em geral), a globalização financeira e, por fim, a manutenção dos desequilíbrios no sistema financeiro global e no balanço de pagamentos, resultando na debilidade crescente do dólar.<sup>3</sup>

2 O Sama foi criado em 1952 e, portanto, seria o primeiro fundo soberano em atividade.

3 A atual debilidade do dólar é fruto de dois movimentos: o excesso de liquidez resultante da política monetária expansionista do FED e os chamados “déficits gêmeos” incorridos pela economia estadunidense. Contra o dólar fraco e o juro norte-americano baixo, e contando com a forte demanda chinesa, os detentores de liquidez buscam a segurança e a rentabilidade das *commodities*, levando à disparada de seus preços, aí incluído o petróleo e outras *commodities* negociadas nos mercados financeiros.

GRÁFICO 1

**Número de Fundos Soberanos Criados**

Fonte: Elaboração própria, com base em dados do FMI, Deutsche Bank Research e JPMorgan Research.

Dentro desse quadro, os exportadores de produtos primários passaram a registrar forte influxo de dólares, tanto via balança comercial, como na conta financeira – processo que os instrumentos usuais não conseguem esterilizar.<sup>4</sup> A solução para evitar uma forte apreciação cambial foi o estabelecimento de seus fundos soberanos. Por outro lado, os países asiáticos perseguem superávits em transações e, com o aumento crescente dos custos fiscais de “esterilização” desses superávits, a saída encontrada foi também a criação desse tipo de fundo.

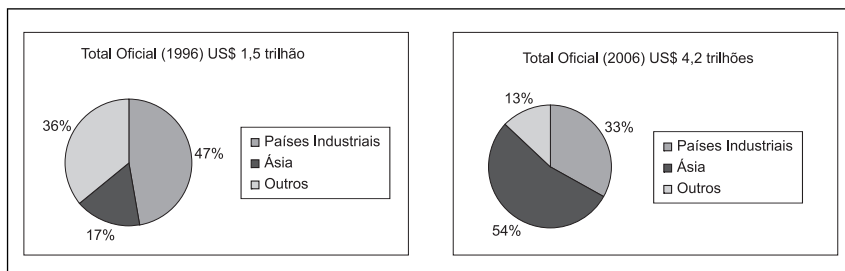
O Gráfico 2 mostra a mudança sensível de alocação de reservas internacionais de 1996 a 2006.

Constata-se também que os 58 fundos soberanos já representam quase 50% das reservas cambiais mundiais, estimadas em US\$ 7 trilhões, no primeiro semestre de 2008.<sup>5</sup> A Tabela 2 indica o país de origem e a data de constituição dos fundos, além de revelar uma estimativa do seu patrimônio.

4 A operação de “esterilização” consiste em compra de moeda estrangeira e venda de títulos públicos para não aumentar a base monetária e, portanto, não alterar a liquidez interna da economia. Esse tipo de operação, normalmente executada pela autoridade monetária, pode ter grandes custos fiscais.

5 A China possui US\$ 1,78 trilhão, seguida pelo Japão com US\$ 978 bilhões, pela Rússia com US\$ 551,4 bilhões, pela Índia com US\$ 325 bilhões, pela Coreia do Sul com US\$ 273 bilhões e, por fim, pelo Brasil, com US\$ 200 bilhões, segundo informações do FMI.

GRÁFICO 2

**Reservas Internacionais (1996 e 2006)**

Fonte: *Elaboração própria, com base em dados do BIS e Deutsche Bank Research.*

Como se pode ver, o maior fundo soberano é o de Abu Dabi,<sup>6</sup> dos Emirados Árabes Unidos, com o patrimônio oficial de US\$ 876 bilhões, mas com estimativas de que pode chegar até a US\$ 1 trilhão.

TABELA 2

**Ativos dos Fundos**

(Em US\$ Bilhões)

1	Emirados Árabes Unidos	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	1976	876/500 a 1000
2	Noruega	Government Pension Fund – Global (GPFG)	1990	373
3	Cingapura	Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	1981	330/200 a 330
4	Arábia Saudita	Saudi Arabia Monetary Authority (Sama)	1952	327
5	Kuwait	Kuwait Investment Authority (KIA)	1953	250/213 a 250
6	China	Central Hulin Investment Corporation	2007	200
7	China	China Investment Company Ltda	2003	100
8	Hong Kong (China)	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	1998	140
9	Cingapura	Temasek Holdings	1974	160
10	Rússia	Stabilization Fund of the Russian Federation (SFRF)	2003-2004	157
11	Austrália	Queensland Investment Corporation (QIC)	1992	65
12	Catar	Qatar Investment Authority (QIA)	2000	60/40 a 60
13	Austrália	Australian Government Future Fund (AGFF)	2004-2006	55
14	França	Pension Reserve Fund	2001	51
15	Líbia	Reserve Fund – Lybian Investment Authority	1981	50

(continua)

<sup>6</sup> Uma observação sobre os dados apresentados nessa tabela deve ser feita: a Arábia Saudita possui outros fundos soberanos (como fundos e investimentos particulares da família real e as reservas cambiais), mas que não são assim denominados, ficando sob o “guarda-chuva” legal da autoridade monetária saudita, a Saudi Arabian Monetary Agency (Sama). Suspeita-se que o patrimônio somado desses investimentos da Arábia Saudita seja o maior, mas a falta de estatísticas impede uma conclusão definitiva. Mesmo os três fundos descritos na tabela não podem ser classificados oficialmente como tal.

16	Argélia	Fonds de Régulation des Recettes (FRR)	2004	44
17	Hong Kong (China)	Hong Kong Exchange Fund	1935	42
18	EUA	Alaska Permanent Reserve Fund Corporation (APRF)	1976	40
19	Austrália	Victorian Funds Management Corporation (VFMC)	1994	36
20	Brunei	Brunei Investment Agency (BIA)	1983	35
21	Irlanda	National Pensions Reserve Funds (NPRF)	2001	31
22	Malásia	Khazanah NasionalBHD (KNB)	1993	26
23	Arábia Saudita	Kingdom Holding Company (KHC)	1980	25
24	Cazaquistão	Kazakhstan National Fund (KNF)	2000	23
25	Coréia do Sul	Korea Investment Corporation (KIC)	2006	20
26	Venezuela	National Development Fund (Fonden)	2005	15 a 20
27	Canadá	Alberta Heritage Fund (AHF)	1976-1978	17
28	EUA	New Mexico State Investment Office Trust Funds	1858	15
29	Chile	Economic and Social Stabilization Fund (FEES)	1985	16
30	Taiwan	Taiwan National Stabilization Fund (TNSF)	2000	15
31	Arábia Saudita	Public Investment Fund (PTF)	1973	10 a 15
32	Emirados Árabes Unidos	Dubai International Capital	2004	13
33	Nigéria	Excess Crude Account	2004	13
34	Nova Zelândia	New Zealand Superannuation Fund	2001-2003	10
35	Irã	Foreign Exchange Reserve Fund û Oil Stabilization Fund	1999-2000	10 a 15
36	Emirados Árabes Unidos	Dubai International Financial Centre Investments (DIFC) – Mubadala	2002	10
37	Iraque	Development Fund for Iraq (DFI)	2003	8
38	Botsuana	Pula Fund	1993	6
39	Omã	State General Stabilization Fund (SGSF)	1980	6,2
40	Emirados Árabes Unidos	Istithmar World	2003	6
41	EUA	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund (PWMTF)	1974	4
42	Noruega	Government Petroleum Insurance Fund (GPIF)*	1986	2,6
43	México	Oil Stabilization Fund	2000	2
44	Timor Leste	Timor-Lest Petroleum Fund	2005	2
45	Azerbaijão	State oil Fund (SOFAZ)	1999	2
46	Trinidad & Tobago	Heritage and Stabilization Fund	2007	2
47	Colômbia	Oil Stabilization Fund	1995	2
48	Vietnã	State Capital Investment Corporation	2005	2
49	Chile	Chile Pension Reserves Fund	2007	1,4
50	Venezuela	Investment Fund for Macroeconomic Stabilization (FIEM)	1998	0,8
51	Kiribati (ex-Illas Gilbert)	Revenue Equalisation Reserve Fund (RERF)	1956	0,6
52	Gabão	Fund for Future Generations	1998	0,5
53	Uganda	Poverty Action Fund	1998	0,4
54	Mauritânia	National Fund for Hydrocarbon Reserves	2006	0,3
55	Papua Nova Guiné	Mineral resources Stabilisation Fund (MRSF)	1974	0,2
56	Angola	Reserve Fund for Oil	2007	–
57	Emirados Árabes Unidos	Emirates Investment Authority (EIA)	2007	–
58	Emirados Árabes Unidos	Investment Corp of Dubai	2006	–
Total			1935-2008	3724/3246 a 3848

Fonte: Deutsche Bank Research e JPMorgan Research.

\* Este fundo foi incorporado ao Government Pension Fund – Global (GPGF) recentemente.

Com base na Tabela 2, percebe-se que o perfil dos países que possuem fundos soberanos é bastante dispar: há países plenamente desenvolvidos, como os EUA e a França, e países miseráveis, como Uganda e Gabão. Nota-se também que, entre os Bric,<sup>7</sup> apenas o Brasil e a Índia não possuem fundos soberanos, embora já haja planos nesse sentido nos dois países.

O Brasil está planejando criar o seu fundo com diversos objetivos, como será visto na quinta seção.

Além desses países, a Bolívia estuda instituir seu fundo com receitas das exportações de gás e a Rússia pretende criar um fundo soberano para transferência intergeracional das receitas do petróleo, nos moldes do fundo norueguês [Kern (2007, p. 3)]. Há, também, uma possibilidade remota de o Japão vir a estabelecer o seu fundo soberano [Fernandez e Eschweiler (2008, p. 95)].

Com um nível de reservas cambiais próximo a US\$ 1 trilhão, aplicados de forma conservadora em US Treasuries, o governo japonês enfrenta o dilema: diversificar as moedas (para além dos dólares americanos) e os ativos (para além da renda fixa) e, assim, enfrentar a possibilidade de suas relações político-econômicas com os EUA se deteriorarem, o que não interessa ao governo nem ao próprio capital japonês.

Ainda com base na Tabela 2, constata-se que os dez maiores fundos respondem por 80% dos ativos totais e que o Adia – o maior fundo – responde por um quarto do total dos ativos dos fundos soberanos.

Com relação às fontes de recursos para os fundos, observa-se que dois terços do total de ativos dos fundos pertence a países exportadores de *commodities*. Sobre a localização geográfica, percebe-se que os países do Leste Asiático e do Oriente Médio respondem por três quartos dos ativos dos fundos soberanos. Em números absolutos, os fundos soberanos concentram-se no Oriente Médio e no Leste Asiático.

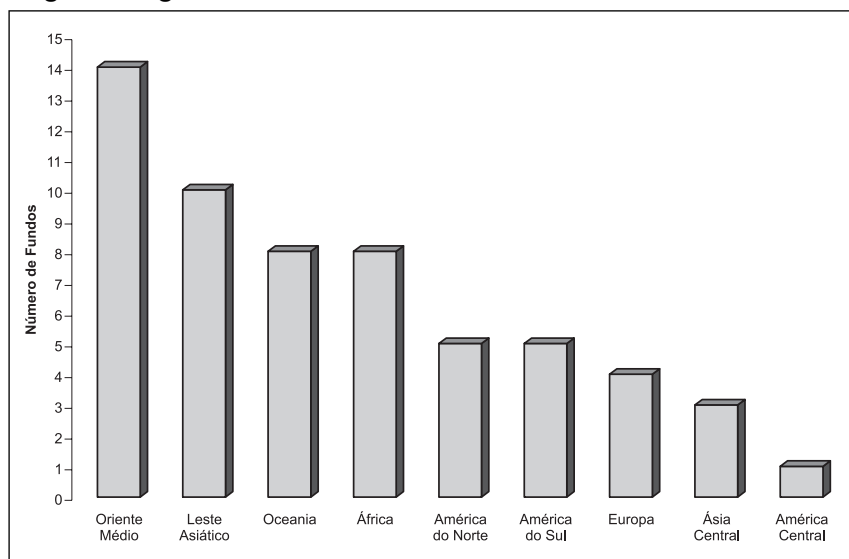
O patrimônio atual dos fundos impressiona: os fundos soberanos detêm um capital total de aproximadamente US\$ 4 trilhões, superando os *hedge funds* (os grandes vilões dos mercados futuros de *commodities*), que possuem US\$ 1,5 trilhão, e os fundos de *private equity*, que têm patrimônio conjunto avaliado em US\$ 1 trilhão.

---

7 Sigla criada pelo economista inglês Jim O'Neill, do Banco de Investimentos Goldman Sachs, para denominar os países que serão as potências econômicas do ano de 2050: Brasil, Rússia, Índia e China.



GRÁFICO 3

**Região Geográfica dos Fundos Soberanos**

Fonte: *Elaboração própria com base em dados do FMI, Deutsche Bank Research e JPMorgan Research.*

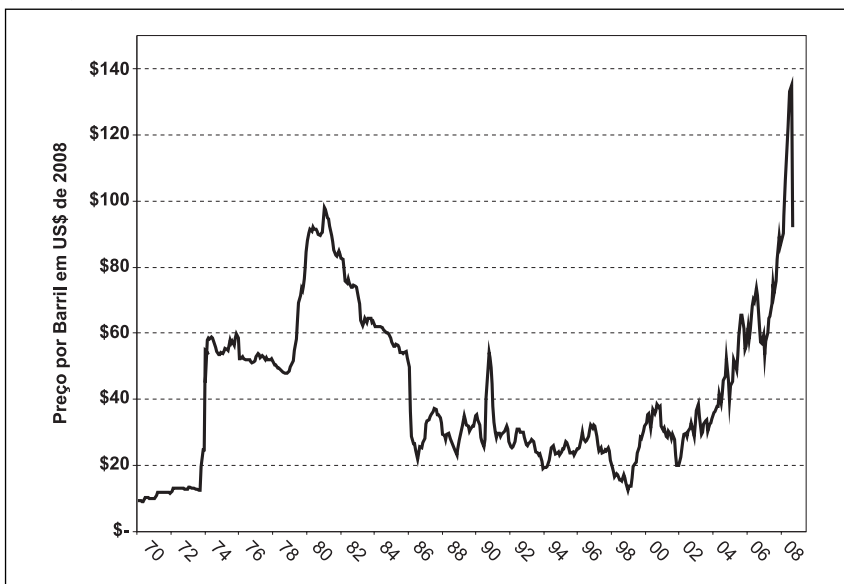
### **3. As Razões para a Proliferação do Número de Fundos Soberanos**

Há inúmeras razões para a criação e a proliferação dos fundos soberanos; algumas são ligadas a fatores externos ao país e outras são de cunho interno.

O primeiro motivo externo é conjuntural: desde o fim de 2002, o panorama internacional de grande crescimento da Ásia, os preços favoráveis às *commodities* e os megadéficits em transações correntes estadunidenses permitiram que os países exportadores de *commodities* ampliassem suas reservas cambiais.

Podemos observar o choque favorável de preços, examinando a trajetória de três *commodities* relevantes, como o petróleo, o ouro e o minério de ferro. Optou-se apenas por essas três *commodities* em razão da limitação de espaço e porque, em geral, os preços dos produtos primários tendem a andar juntos. Obtendo-se dados de um (ou três) preço(s), pode-se inferir sobre a tendência dos outros preços. As três *commodities* foram as escolhi-

GRÁFICO 4

**Cotação do Barril de Petróleo: 1970–2008**

Fonte: *Elaboração própria, com base em dados da Energy Information Agency.*

das por sua importância, real ou simbólica (no caso do ouro), na economia mundial. O petróleo é um ótimo indicador do preço da energia. O ouro é um ótimo indicador do preço da moeda e, portanto, sinaliza a existência de inflação mundial. O minério de ferro serve como uma *proxy* do nível de atividade econômica mundial, pois é o principal insumo do aço, indicando o ritmo da indústria.

O Gráfico 4 mostra a flutuação do preço do petróleo entre 1970 e 2008, a preços correntes (em dólares) de 2008.

O Gráfico 5 mostra o preço do ouro entre 1971 e 2008, a preços correntes (em dólares) de 2008.

O Gráfico 6 mostra a flutuação do preço do minério de ferro entre 1976 e 2007, a preços correntes (em dólares) de 2007.

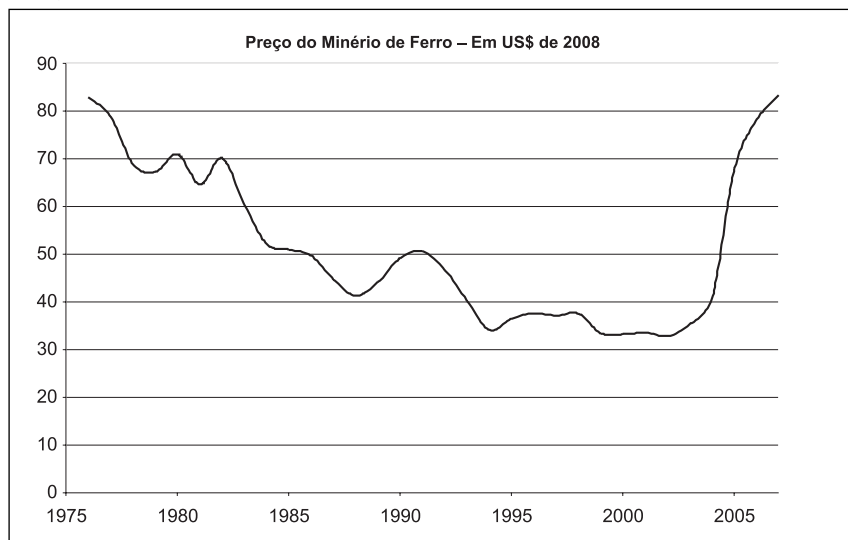
Já o Gráfico 7 mostra a fortíssima correlação dos déficits estadunidenses e da acumulação de reservas com a criação de fundos soberanos nas economias asiáticas e nos exportadores de petróleo.

GRÁFICO 5

**Preço do Ouro: 1971–2008**

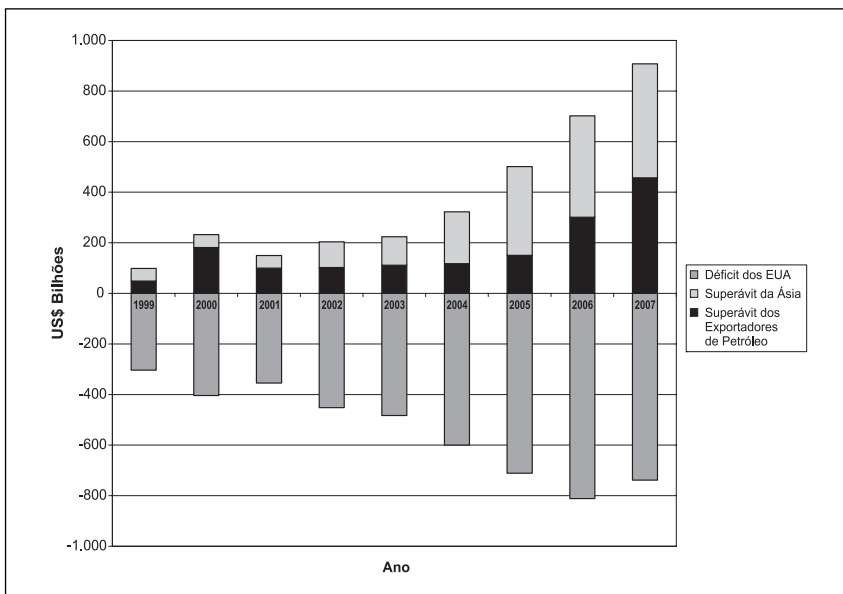
Fonte: *Elaboração própria, com base em dados do Global Insight.*

GRÁFICO 6

**Preço do Minério de Ferro: 1976–2007**

Fonte: *Elaboração própria, com base em dados da CVRD, Wall Street Journal, US Steel e outros produtores de aço.*

GRÁFICO 7

**Balanco das Transações Correntes Globais: 1999–2007**

Fonte: *Elaboração própria, com base em dados do FMI, JPMorgan e Deutsche Bank.*

A reportagem do *New York Times* (2007) interpreta a proliferação dos fundos como resultado de sucessivas políticas do governo norte-americano:

Os fundos são o produto de décadas em que os Estados Unidos importaram mais do que exportaram. Durante anos, o governo Bush ignorou as preocupações relativas aos trilhões de dólares que os Estados Unidos devem, argumentando que esses débitos não davam poder de alavancagem aos governos estrangeiros. Mas em tempos de instabilidade financeira mundial, o governo começou a se preocupar com o fato de que os governos estrangeiros estão cada vez mais trocando suas ações por fundos de investimentos, para adquirir companhias, imóveis, bancos e outros empreendimentos nos Estados Unidos e outros lugares do mundo.

A partir de certo nível de acumulação, os países perceberam que poderiam aplicar suas reservas em ativos de menor liquidez e de prazo de maturação mais longo, com a vantagem da probabilidade de rentabilidade maior. Surgiu, assim, essa explosão do número de fundos soberanos.

As outras três razões são estruturais. O segundo motivo é a existência da “inconvertibilidade” de certas moedas e do “pecado original” dentro do sistema econômico mundial, fato que divide os países entre aqueles que

possuem “moedas conversíveis” e aqueles com “moedas inconversíveis”. Os países que contam com “moedas conversíveis” têm pouca necessidade de acumular reservas, enquanto os países com “moedas inconversíveis” precisam acumular divisas (em dólar) para garantir estabilidade frente a crises internacionais e autonomia para suas políticas econômicas.

A terceira razão seria o que é chamado de *self insurance* e o *fear of floating*<sup>8</sup> que o acompanha, fatores que levaram ao enorme aumento das reservas,<sup>9</sup> fruto das crises cambiais da década de 1990.

Quando os países ricos liberaram suas contas capitais, houve uma sucessão de desvalorizações cambiais, aumento da volatilidade cambial, crises cambiais e ataques especulativos, seguidos por recessões. Da mesma forma, quando os emergentes liberaram sua conta capital, ocorreu a mesma situação de volatilidade e crise. No entanto, por serem países mais vulneráveis a choques externos em razão de questões estruturais, as crises eram muito mais fortes, afetavam enormemente a economia real e contaminavam inteiramente seus sistemas financeiros e bancários, na maioria dos casos. É nesse contexto que se pode entender a acumulação de reservas atual e a proliferação dos fundos soberanos. Essa terceira razão está intimamente ligada ao segundo motivo, já descrito.

De acordo com o editorial do *Business Standard* (2007), da Índia, os fundos soberanos do “tipo asiático” foram fruto dos programas de ajuste do próprio FMI, quando da crise asiática.

O FMI foi sempre pouco influente na condução das economias ricas; agora, passa a ter pouca influência também sobre as economias emergentes, desde que os emergentes decidiram (após a experiência com o Fundo durante a crise asiática de 1997) que seria melhor construir suas próprias reservas cambiais a depender da ajuda do FMI. O Fundo foi reduzido para um corpo técnico que aconselha políticas macroeconômicas consistentes, cuja opinião têm sido mais valiosa para o capital financeiro internacional privado e, por isso, os países em desenvolvimento encaram o Fundo como agente deste capital e não mais um defensor dos interesses dos países membros.

[Tradução livre do autor]

8 A maioria dos emergentes mantém taxas de câmbio flutuantes, mas muitos têm o que se convencionou chamar de “medo de flutuação” (*fear of floating*, em inglês), com seus governos e bancos centrais sempre intervindo para estabilizar o câmbio, com medo de que a elevada volatilidade gere crises.

9 As fraquezas que deram origem às crises bancárias, financeiras e cambiais da década de 1990 ainda não desapareceram. O “descasamento de prazos e moedas” continua a existir nos mercados emergentes, e as dificuldades para tomar emprestado em sua própria moeda ainda se mantêm, o que deixa aberta uma porta para a volta da vulnerabilidade, quando as condições da economia mundial se deterioram. Daí a “acumulação preventiva” de reservas e a criação de fundos soberanos para melhor geri-las.

Os programas de ajuste do FMI, além de provocarem desemprego e quedas acentuadas do PIB, embutiram o princípio explícito de superávits fiscais nos países afetados. O medo de novas crises, em contrapartida à abertura da conta financeira e capital, transformou os países asiáticos em “acumuladores de reservas”, mudança que resultou tanto dos superávits nominais fiscais maiores como da taxa de câmbio desvalorizada. Portanto, a atuação do FMI contribuiu para o que a literatura econômica passou a chamar de *self insurance*, e, por fim, para a proliferação dos fundos soberanos.

A quarta razão é a “desintermediação financeira” crescente, a partir da década de 1980. Enquanto nos anos 1970 os exportadores de petróleo usavam os bancos dos países industrializados para investir, criando o “mercado de petrodólares”, hoje, eles o fazem diretamente, por causa do movimento de desintermediação financeira.

A acumulação de riqueza e ativos nas mãos dos países exportadores de petróleo não é nova. Algo similar ocorreu durante os choques do petróleo nos anos 1970. No entanto, naquela ocasião, a riqueza petrolífera foi passivamente investida, isto é, as receitas do petróleo foram “recicladas” pelos bancos dos países industriais, que determinavam aonde e como esses recursos seriam investidos. Trinta anos depois, entretanto, com a globalização financeira e o processo de desintermediação cada vez mais ganhando espaço, a riqueza do petróleo agora é investida ativamente pelos próprios exportadores de petróleo ao invés de pelos bancos. Ironicamente, a desintermediação financeira contribui para o problema dos fundos soberanos [Mattoo e Subramanian (2008, p. 14), tradução livre do autor].

Os fundos soberanos são, portanto, fruto da lógica da desregulação financeira e da volatilidade que caracterizaram o fim de Bretton Woods, fatores que se tornaram o traço fundamental do sistema, cujas crises cambiais passaram a ser uma constante.<sup>10</sup>

Pode-se concluir que os fundos soberanos atuais fazem parte da nova geração de “atores”, junto com os *hedge funds* e fundos de *private equity*. Em última instância, eles são o sinal da adaptação dos Estados Nacionais a essa enorme volatilidade.

---

10 As explicações teóricas para as crises cambiais nos países emergentes vieram na forma de modelos para explicar as crises. O principal é o *Balance Sheet Effect*, um modo bastante metódico de observar os pontos fortes e fracos do balanço de pagamentos dos países, que se atém não apenas às variáveis de fluxos (como déficits fiscais e em transações correntes), mas principalmente à questão das variáveis “estoque” como dívida pública/PIB, reservas/compromissos externos etc. Essa abordagem dá atenção à questão da maturidade dos ativos e passivos e ao possível descasamento de prazos, moedas e estrutura de capital. Outros modelos mais recentes reinterpretam as crises financeiras dos anos 1990 como variantes internacionais de “corridas bancárias” para explicar a eclosão e a dimensão da crise. Outros incorporam também “finanças corporativas” e “macrofinanças” para explicar por que os mercados emergentes e suas economias são tão vulneráveis a crises cambiais e financeiras.

Quanto às questões internas dos países, existem três principais razões: a primeira é o afastamento dos perigos da “doença holandesa”;<sup>11</sup> a segunda é a diminuição dos “custos fiscais de carregamento” das reservas cambiais; e a terceira é a necessidade de diversificação dos investimentos. Em alguns casos, há uma outra razão: a necessidade de “transferência intergeracional de renda”.

Essas “razões internas” aos países serviram de base para a criação de uma “tipologia” de fundos soberanos, com base em seus objetivos e fontes de recursos. O FMI, em setembro de 2007, elaborou um estudo em seu *Global Financial Stability Report*, no qual diferencia os diversos tipos de fundos soberanos, de acordo com seus objetivos.

Os fundos soberanos, de acordo com a taxonomia do FMI, são classificados em cinco tipos, de acordo com seus objetivos e propósitos: fundos de estabilização; fundos de poupança intergeracional; fundos de investimentos; fundos de desenvolvimento; e, por fim, fundos de reservas para contingências.

Os fundos de estabilização são aqueles que objetivam principalmente proteger a economia (e muitas vezes o orçamento governamental) contra uma queda brusca dos preços de *commodities*, atuando de forma contracíclica.

Os fundos de poupança intergeracional são aqueles que têm como propósito converter recursos não-renováveis (jazidas de minérios, por exemplo) em uma carteira mais diversificada, para que a riqueza possa ser transferida entre gerações.

Os fundos de investimento são aqueles cujo único objetivo é diminuir os custos de carregamento de reservas, buscando mais retorno por meio da diversificação de seus ativos, que são considerados reservas cambiais.

Entre esses países, estão os fundos soberanos asiáticos, como o de Cingapura, da Coreia do Sul e da China. Esses países destinam o excesso de reservas internacionais para investimentos no exterior a fim de diminuir os “custos de carregamento” e financiar seu investimento direto no exterior (caso principalmente da China, em suas incursões na África). Tal modalidade, em geral, é fruto do que o FMI denomina “desequilíbrio persistente”

---

11 A “doença holandesa” foi o nome dado a um fenômeno econômico ocorrido na Holanda nos anos 1960. A Holanda era um país de industrialização avançada, até que descobertas de enormes reservas de gás, na década de 1960, levaram a uma intensa apreciação cambial associada às exportações crescentes de gás, o que prejudicou sua indústria.

do sistema financeiro, monetário e comercial mundial: países com elevados superávits fiscais e/ou superávits no balanço de pagamentos.

Os fundos de desenvolvimento são aqueles que visam prover recursos para projetos socioeconômicos ou políticas industriais de modo a aumentar o PIB potencial do país.

Por fim, os fundos de reservas para contingências são aqueles cuja intenção é custear passivos fiscais de longo prazo, como os oriundos da Previdência.

Há também a diferença de origem de recursos dos fundos soberanos, que podem ser de três tipos: exportação (produção e venda) de recursos não-renováveis, receitas fiscais ou reservas cambiais.

Na Tabela 3, os fundos soberanos existentes são classificados de acordo com a taxonomia proposta pelo FMI.

TABELA 3

### **Classificação dos Fundos Soberanos, por Origem dos Recursos e Objetivos**

PAÍS	NOME DO FUNDO	ORIGEM DOS RECURSOS	CLASSIFICAÇÃO DO FUNDO
Emirados Árabes Unidos	Abu Dhabi Investment Authority	Petróleo	Fundo de Investimento
	Dubai International Capital	Petróleo	Fundo de Desenvolvimento
	Dubai International – Mubadala	Petróleo	Fundo de Investimento
	Istithmar World	Fiscal	Fundo de Investimento
	Emirates Investment Authority	Fiscal	Fundo de Estabilização/ Investimento
	Investment Corp of Dubai	Petróleo	Fundo de Investimento/ Desenvolvimento
Noruega	Government Pension Fund – Global	Petróleo	Fundo de Poupança Intergeracional
	Government Petroleum Insurance Fund	Petróleo	Fundo de Estabilização
Singapura	Singapore Investment Corporation	Receitas Fiscais e Reservas Cambiais	Fundo de Investimento
	Temasek Holdings	Receitas Fiscais e Reservas Cambiais	Fundo de Investimento

(continua)



PAÍS	NOME DO FUNDO	ORIGEM DOS RECURSOS	CLASSIFICAÇÃO DO FUNDO
Arábia Saudita	Saudi Arabia Monetary Authority	Petróleo	Fundo de Investimento
	Kingdom Holding Company	Petróleo	Fundo de Investimento
	Public Investment Fund	Petróleo	Fundo de Investimento/ Desenvolvimento
Kuwait	Kuwait Investment Authority	Petróleo	Fundo de Estabilização/Poupança Intergeracional
China	Central Hulin Investment Corporation	Reservas Cambiais	Fundo de Investimento
	China Investment Company Ltda	Reservas Cambiais	Fundo de Investimento
Hong Kong (China)	Hong Kong Monetary Authority Investment	Receitas Fiscais e Reservas Cambiais	Fundo de Investimento/ Estabilização (Monetária)
	Hong Kong Exchange Fund	Receitas Fiscais e Reservas Cambiais	Fundo de Investimento/ Estabilização (Monetária)
Rússia	Stabilization Fund of the Russian Federation	Petróleo e Gás	Fundo de Estabilização/Reservas
Austrália	Queensland Investment Corporation	Reservas Cambiais	Fundo de Reservas
	Australian Government Future Fund	Receitas Fiscais	Fundo de Poupança Intergeracional/Reservas
	Victorian Funds Management Corporation	Receitas Fiscais	Fundo de Investimento
Catar	Qatar Investment Authority	Petróleo	Fundo de Investimento
França	Pension Reserve Fund	Receitas Fiscais	Fundo de Reservas
Libia	Reserve Fund – Lybian Investment Authority	Petróleo	Fundo de Investimento/ Estabilização
Argélia	Fonds de Régulation des Recettes	Petróleo	Fundo de Estabilização
EUA	Alaska Permanet Reserve Fund Corporation	Petróleo	Fundo de Reservas
	New Mexico State Investment Office Trust Funds	Receitas Fiscais	Fundo de Poupança Intergeracional/Reservas
	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund	Minérios	Fundo de Poupança Intergeracional
Brunei	Brunei Investment Agency	Petróleo	Fundo de Investimento
Irlanda	National Pensions Reserve Funds	Receitas Fiscais	Fundo de Reservas
Malásia	Khazanah NasionalBHD	Receitas Fiscais	Fundo de Investimento
Cazaquistão	Kasakhstan National Fund	Petróleo	Fundo de Estabilização/Poupança Intergeracional
Coréia do Sul	Korea Investment Corporation	Receitas Fiscais e Reservas Cambiais	Fundo de Investimento
Venezuela	National Development Fund – Fonden	Petróleo	Fundo de Desenvolvimento
	Investment Fund for Macroeconomic Stabilization	Petróleo e Gás	Fundo de Estabilização
Canadá	Alberta Heritage Fund	Petróleo	Fundo de Poupança Intergeracional/Desenvolvimento

(continua)

PAÍS	NOME DO FUNDO	ORIGEM DOS RECURSOS	CLASSIFICAÇÃO DO FUNDO
Chile	Economic and Social Stabilization Fund	Cobre/Receitas Fiscais	Fundo de Estabilização/Fundo de Reservas
	Chile Pension Reserves Fund	Cobre	Fundo de Estabilização/Fundo de Reservas
Taiwan	Taiwan National Stabilization Fund	Receitas Fiscais	Fundo de Estabilização para os Mercados Financeiros
Nigéria	Excess Crude Account	Petróleo	Fundo de Poupança Intergeracional/Desenvolvimento
Nova Zelândia	New Zealand Superannuation Fund	Receitas Fiscais	Fundo de Reservas
Irã	Oil Stabilization Fund	Petróleo	Fundo de Estabilização
Iraque	Development Fund for Iraq	Petróleo	Fundo de Desenvolvimento
Botsuana	Pula Fund	Diamantes	Fundo de Investimento/ Fundo de Desenvolvimento
Omã	State General Stabilization Fund	Petróleo e Gás	Fundo de Estabilização/Fundo de Poupança Intergeracional
México	Oil Stabilization Fund	Petróleo	Fundo de Estabilização
Timor Leste	Timor-Lest Petroleum Fund	Petróleo	Estabilização/ Poupança Intergeracional/ Desenvolvimento
Azerbaijão	State oil Fund – SOFAZ	Petróleo	Fundo de Estabilização/Poupança Intergeracional
Trinidad & Tobago	Heritage and Stabilization Fund	Petróleo e Gás	Fundo de Estabilização/Poupança Intergeracional/Reservas
Colômbia	Oil Stabilization Fund	Petróleo	Fundo de Estabilização/ Desenvolvimento
Vietnã	State Capital Investment Corporation	Fiscal	Fundo de Investimento
Kiribati	Revenue Equalisation Reserve Fund	Fosfatos	Fundo de Poupança Intergeracional
Gabão	Fund for Future Generations	Petróleo	Fundo de Poupança Intergeracional/Desenvolvimento
Uganda	Poverty Action Fund	Receitas Fiscais	Fundo de Desenvolvimento
Mauritânia	National Fund for Hydrocarbon Reserves	Petróleo e Gás	Fundo de Estabilização
Papua Nova Guiné	Mineral resources Stabilisation Fund	Minérios	Fundo de Estabilização
Angola	Reserve Fund for Oil	Petróleo	Fundo de Poupança Intergeracional/Desenvolvimento

Fonte: *Elaboração própria, com base em dados do Deutsche Bank Research e JPMorgan Research.*

Mesmo com esse gigantismo aparente, os fundos soberanos ainda constituem uma pequena parcela dos ativos e estoques de riqueza do mundo, como observado na Tabela 4.

TABELA 4

**Fundos Soberanos e Estoques de Riqueza Mundiais**

(Em US\$ Trilhões)

PIB	CAPITALIZAÇÃO NO MERCADO ACIONÁRIO	TÍTULOS DE DÍVIDA			ATIVOS BANCÁRIOS	AÇÕES, TÍTULOS DE DÍVIDAS E ATIVOS BANCÁRIOS
		PÚBLICO	PRIVADO	TOTAL		
Mundo	48,2	50,8	25,6	43,1	68,7	70,9
América do Norte	14,5	21,3	6,9	21,1	28	12,1
Japão	4,4	4,8	6,8	2	8,8	6,4
União Européia	13,6	13,1	7,7	15,5	23,2	36,6
Países Emergentes	14,1	11,7	3,9	2,2	6,1	11,3
Outros	1,6	—	—	—	—	—
Total Fundos Soberanos de Riqueza – Estimativa						3,5 a 4,0

Fonte: FMI, *Global Financial Stability Report* (2007, p. 139).

## 4. Fundo Soberano: Política Econômica e Experiência Norueguesa

### Fundo Soberano como Instrumento de Política Econômica

O fundo soberano constitui-se num poderoso instrumento de política econômica, auxiliando as políticas fiscais, monetárias, cambiais e industriais. Muitos países que instituíram um fundo desse tipo melhoraram a condução de sua economia em, pelo menos, três aspectos.

No aspecto fiscal, institucionalizam permanentemente o caráter anticíclico do gasto governamental, ajudando na “calibragem” da demanda agregada.<sup>12</sup>

Essa “sintonia fina” contribui indiretamente na redução do aperto monetário em períodos de repique inflacionário, o que facilita o trabalho da autoridade monetária, auxiliando no aspecto monetário.

<sup>12</sup> Com base em estudos econométricos, o FMI mediu a eficácia dos fundos soberanos, tendo por base 12 economias (cinco exportadores de recursos naturais e sete exportadores de manufaturados) e chegou a algumas conclusões interessantes. Para países com recursos naturais abundantes, o estabelecimento do fundo não teve um impacto observável em moderar os gastos do governo. Em termos de causalidade, os dados sugerem que países com políticas bem planejadas de gastos é que tendem a estabelecer os fundos. E não é o estabelecimento do fundo que causará o aumento da restrição do gasto. No entanto, estabelecer o fundo ajudou em muitos casos a manutenção de políticas precaucionistas em contextos de variabilidade das receitas governamentais em função da volatilidade dos preços dos recursos naturais exportados. A evidência sugere ainda que a coordenação do fundo com a política fiscal é sempre complexa e difícil, em especial num cenário em que as receitas com os recursos naturais são extensas.

No aspecto cambial, uma “dose” de juros menor diminui a pressão baixista sobre a taxa de câmbio indiretamente e, uma vez que vai retirar dólares do mercado e direcioná-los para o exterior, atenua o problema da apreciação cambial diretamente.<sup>13</sup>

O fundo soberano, ao investir no exterior, diversifica os riscos do país. Comprar títulos públicos e privados (cotados em moeda estrangeira), como ações, *commercial papers*, entre outros, protege contra flutuações cambiais no longo prazo, diversificando o risco da economia.

Empiricamente, os agentes privados investem mais nas bolsas de seus países do que prevê a teoria usual de “mercados eficientes”, contribuindo para concentrar riscos no caso de uma reversão do ciclo econômico. Essa constatação estaria de acordo com a teoria das “Finanças Comportamentais”, o chamado “viés doméstico”. No caso do fundo soberano, a decisão é tomada de forma autônoma, sem levar em conta as expectativas e “gostos não-rationais” de que fala a teoria anteriormente citada.

Por último, no aspecto industrial, os fundos soberanos refletem uma preocupação de longo prazo com efeitos do tipo “doença holandesa” nos países que são grandes exportadores de *commodities*.

Como exemplo eficiente de uso do fundo soberano, podemos citar o fundo norueguês, totalmente inserido no conjunto de instrumentos de política econômica do país.

## Experiência Internacional: Noruega e a “Doença Holandesa”

O potencial do fundo soberano para combater a “doença holandesa” com menor custo político e menor grau de arbitrariedade pode ser observado no caso norueguês.<sup>14</sup>

13 Há dados que mostram que a China deveria apreciar sua moeda em 60%, em face dos seus fluxos comerciais e investimentos recebidos. No entanto, para manter seu crescimento explosivo, a China mantém a taxa desvalorizada de propósito, utilizando acumulação de reservas e seus fundos soberanos. No caso dos países exportadores de petróleo, observa-se que os preços reais dessa commodity subiram mais de 250%, mas, na contramão, as taxas de câmbio real de alguns países da Opep depreciaram, em média, 20% (Emirados, Kuwait, Arábia Saudita, Bahrein e Venezuela), enquanto em outros (como Rússia, Irã e Noruega) apreciaram apenas 25%, em média [Mattoo e Subramanian (2008)]. Todos os países citados usam os fundos soberanos como instrumento eficaz para intervir no câmbio e conter a volatilidade e apreciação de suas moedas.

14 Escolheu-se a Noruega não somente pelo fato de o país ser um paradigma e exemplo a ser seguido por outros países ricos em recursos naturais, mas também porque o seu fundo soberano é o mais transparente e aquele sobre o qual o governo disponibiliza mais informações.

A Noruega encontrou petróleo em 1969 no Mar do Norte. A produção começou logo depois, em 1971, e enormes descobertas foram feitas nos anos que se seguiram.<sup>15</sup>

Durante esse primeiro *boom* na exploração, ocorreram as crises do petróleo. As receitas da Noruega com a venda da *commodity* dispararam, e o país passou a ser vítima da “doença holandesa”. Como relata Eriksen (2006, p. 5-6):

A Noruega experimentou fortes flutuações na atividade econômica. A inflação, por exemplo, se tornou alta e variável. As flutuações foram reforçadas pelos choques do petróleo e o uso da riqueza petrolífera esperada da produção de petróleo. Na verdade, nós gastamos uma grande parte da nossa receita esperada do petróleo nos anos 1970 e 1980. Os programas de bem-estar foram expandidos significativamente. O sistema previdenciário foi aumentado significativamente e o gasto público corrente exerceu um mecanismo de “crowding out” na indústria manufatureira. A demanda cresceu muito rapidamente e uma bolha de crédito foi formada. A bolha estourou em 1986, simultaneamente com a queda dos preços do barril de petróleo. As consequências foram severas com uma recessão profunda e um setor industrial cambaleante. A indústria norueguesa perdeu participação nas exportações nos anos 1980, apesar do crescimento mundial e capacidade ociosa interna [tradução livre do autor].

Em 1990, o governo resolveu tomar medidas para evitar o desastre dos anos 1970 e dos anos 1980, período em que a economia desperdiçou os recursos do petróleo, a indústria enfrentou problemas e o país teve de vivenciar a alta da inflação e o desemprego por causa da queda dos preços do petróleo.

O Norwegian Government Petroleum Fund foi formalmente estabelecido em 1990 pelo Parlamento norueguês. Hoje, graças principalmente ao uso do fundo soberano como instrumento de política econômica, a situação é bem diferente, com efeitos na taxa de câmbio e na estabilidade macroeconômica. Segundo o Ministério das Finanças da Noruega:

Hoje, a formulação da política econômica reflete a experiência ganha e as lições aprendidas nas duas primeiras décadas da “Era do Petróleo”, nos anos 1970 e 1980 (...) O atual arcabouço macroeconômico, notadamente o regime fiscal, apolítica monetária e o mecanismo do fundo petrolífero, tem sido bem sucedido em proteger a economia norueguesa de flutuações excessivas. Pougando hoje parte das receitas do petróleo, podemos assegurar que as futuras gerações se beneficiem da riqueza do petróleo [Eriksen (2006, p. 5 e 16), tradução livre do autor].

A análise do caso norueguês mostra que o país instituiu um fundo soberano para manter uma taxa de câmbio realista e pouco instável e promover uma “justiça intergeracional” para as receitas finitas do petróleo.

---

15 Atualmente, a Noruega conta com cinqüenta campos de exploração e produz 3 milhões de barris/dia e 85 bilhões de m<sup>3</sup>/dia, o que a torna o terceiro exportador mundial de gás e o sétimo exportador de petróleo.

Como grande produtora de petróleo, nos tempos de bonança, “poupa” parte da receita proveniente das exportações de petróleo e quando o preço da *commodity* cai, usa os rendimentos do fundo para evitar *overshootings* cambiais, que sempre trazem consigo choques inflacionários e aumento das taxas de juros, com efeitos perversos para a economia como um todo.

Qual a semelhança entre Brasil e Noruega? Observa-se que a retomada do crescimento brasileiro foi ajudada por um choque extremamente favorável no preço das *commodities*, que representam boa parte da nossa pauta exportadora. Esse é o contexto que está possibilitando o nosso crescimento mais robusto dos últimos 25 anos, efeito também observado nos demais países ricos em recursos naturais, como Chile, Rússia, Dubai, Kuwait e a própria Noruega.

A Noruega e seu fundo soberano, o Government Pension Fund - Global, podem servir de exemplo para o Brasil.

## 5. O Fundo Soberano do Brasil

### A Institucionalidade: Quem Administra os Fundos Soberanos?

A institucionalidade dos fundos soberanos varia enormemente de país para país. O modo mais comum é que as autoridades monetárias administrem o fundo, uma vez que elas também são responsáveis pelas reservas internacionais.

No entanto, em muitos casos, é o Ministério das Finanças que administra o fundo, junto com a política fiscal e monetária. Há a forma “mista” adotada em alguns países, em que o fundo responde ao ministério, mas a operação das políticas de investimento é feita pelo Banco Central.

Há outros casos, nos quais a gestão dos fundos fica a cargo de bancos públicos e de propriedade estatal. Existem situações mais curiosas, como na Arábia Saudita, em que alguns fundos soberanos são administrados pela família real do país, ou como em Dubai, em que o fundo é administrado pelo príncipe. Em Dubai também existe um fundo cuja gestão é de responsabilidade de investidores privados.

Nos países democráticos, os fundos normalmente prestam contas ao Parlamento, pois lidam com recursos públicos.

No caso da Austrália, do Canadá e dos EUA, são os governos estaduais que administram os fundos, diretamente ou via agências reguladoras com

burocracia independente. A França administra o seu fundo via uma agência nacional independente.

A Tabela 5 apresenta as instituições gestoras dos fundos soberanos.

TABELA 5

**Gestores dos Fundos Soberanos de Riqueza**

<b>PAÍS</b>	<b>NOME DO FUNDO</b>	<b>ADMINISTRAÇÃO DO FUNDO</b>
Emirados Árabes Unidos	Abu Dhabi Investment Authority	Banco Governamental Banco Nacional de Abu Dabi
	Emirates Investment Authority	Ministério dos Assuntos Presidenciais
	Investment Corp of Dubai	Divisão de Investimento do Departamento de Finanças
	Dubai International Capital	Investidores Privados Nomeados pelo Governo
	Dubai International – Mubadala	Príncipe de Dubai
	Istithmar World	Governo Central – Sultão e Conselheiros
Noruega	Government Pension Fund – Global	Ministério das Finanças
	Government Petroleum Insurance Fund	Ministério das Finanças
Cingapura	Government of Singapore Investment Corporation	Autoridade Monetária
	Temasek Holdings	Ministério das Finanças
Arábia Saudita	Saudi Arabian Monetary Agency	Autoridade Monetária
	Kingdom Holding Company	Família Real Saudita
	Public Investment Fund	Ministério das Finanças
Kuwait	Kuwait Investment Authority	Ministério das Finanças
China	Central Hulin Investment Corporation	Banco Central e Diversos Ministérios
	China Investment Company Ltda	Banco Central e Diversos Ministérios
Hong Kong (China)	Hong Kong Monetary Authority	Secretaria das Finanças de Hong Kong
	Hong Kong Exchange Fund	Secretaria das Finanças de Hong Kong
Rússia	Stabilization Fund of the Russian Federation	Ministério das Finanças
Austrália	Queensland Investment Corporation	Conselho do Governo (Estadual) de Queensland
	Australian Government Future Fund	Agência de Investimentos Independente
	Victorian Funds Management Corporation	Governo (Estadual) de Vitória – Secretaria do Tesouro
Catar	Qatar Investment Authority	Supremo Conselho Econômico
França	Pension Reserve Fund	Agência de Investimentos Independente
Líbia	Reserve Fund – Lybian Investment Authority	Banco Central
Argélia	Fonds de Régulation des Recettes	Banco Central
EUA	Alaska Permanent Reserve Fund Corporation	Governo (Estadual) do Alasca

(continua)

PAÍS	NOME DO FUNDO	ADMINISTRAÇÃO DO FUNDO
	New Mexico State Investment Office Trust Funds	Agência Estadual Ligada ao Governador do Novo México
	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund	Departamento do Tesouro (Estadual)
Brunei	Brunei Investment Agency	Ministério das Finanças
Irlanda	National Pensions Reserve Funds	Agência Nacional do Tesouro (Independente)
Malásia	Khazanah National BHD	Ministério das Finanças
Cazaquistão	Kasakhstan National Fund	Banco Governamental Banco Nacional do Cazaquistão
Coréia do Sul	Korea Investment Corporation	Fundo Estatal de Investimentos Independente
Venezuela	National Development Fund – Fonden	Ministério das Finanças
	Investment Fund for Macroeconomic Stabilization	Banco Central
Canadá	Alberta Heritage Fund	Governo (Estadual) de Alberta – Secretaria das Finanças
Chile	Economic and Social Stabilization Fund	Banco Central e Ministério das Finanças
	Chile Pension Reserves Fund	Banco Central e Ministério das Finanças
Taiwan	Taiwan National Stabilization Fund	Primeiro-Ministro, Banco Central e Diversos Ministérios
Nigéria	Excess Crude Account	Governo Central
Nova Zelândia	New Zealand Superannuation Fund	Junta de Notáveis, Escolhidos pelo Ministério das Finanças
Irã	Foreign Exchange Reserve Fund – Oil Stabilization Fund	Junta de Notáveis, Escolhidos pelo Ministério do Planejamento
Iraque	Development Fund for Iraq	Governo (de Transição) Central
Botsuana	Pula Fund	Banco Central
Omã	State General Stabilization Fund	Banco Central
México	Oil Stabilization Fund	Banco Central
Timor-Leste	Timor-Lest Petroleum Fund	Ministério do Planejamento e das Finanças
Azerbaijão	State Oil Fund – Sofaz	Primeiro– Ministro, Executivo(Diversos Ministérios) e Legislativo
Trinidad e Tobago	Heritage and Stabilization Fund	Ministério das Finanças
Colômbia	Oil Stabilization Fund	Ministério das Finanças
Vietnã	State Capital Investment Corporation	Corporação Estatal Independente
Kiribati	Revenue Equalisation Reserve Fund	Governo Central
Gabão	Fund for Future Generations	Governo Central
Uganda	Poverty Action Fund	Governo Central
Mauritânia	National Fund for Hydrocarbon Reserves	Banco Central
Papua-Nova Guiné	Mineral Resources Stabilization Fund	Governo Central
Angola	Reserve Fund for Oil	Governo Central

Fonte: *Elaboração própria, com base em dados do JPMorgan Research.*



## Objetivos do Fundo Soberano Brasileiro

Um fundo soberano de riqueza para o Brasil pode se constituir em um instrumento muito poderoso no futuro.

Sua criação foi anunciada, junto com a política industrial, no dia 12 de maio, no BNDES. Embora tímida em seu escopo inicial, a medida foi importante para colocar de vez o debate na agenda política.

O fundo, já batizado de Fundo Soberano do Brasil (FSB), pode ter muitas implicações na atual política econômica.

Segundo o Ministério da Fazenda (2008), o FSB cumprirá diversos objetivos: será, primeiramente, um instrumento anticíclico de política fiscal, propiciando um crescimento mais constante e a estabilização de receitas fiscais no longo prazo.

Em segundo lugar, o fundo possibilitaria a melhor aplicação das reservas internacionais do país, geridas pelo Bacen, em investimentos mais arriscados que os U.S Treasuries.

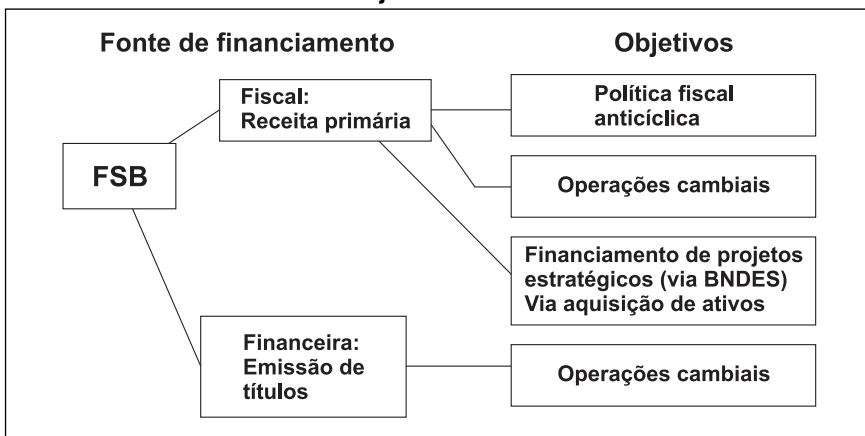
Em terceiro lugar, os recursos do FSB seriam utilizados para a ampliação das ações no exterior (função estratégica), visando, por exemplo, apoiar a integração do Mercosul, as parcerias com países da África e o comércio exterior.

De acordo com o Ministério da Fazenda (2008), “os dólares podem ser utilizados para aquisição de ativos (por exemplo, debêntures em moeda estrangeira ou ações de empresas brasileiras no exterior pelo BNDES)”.

Por último, a idéia seria usar o FSB para diminuir a pressão de valorização sobre a moeda local. A função cambial do FSB se realizaria por meio da poupança fiscal em reais, que seria utilizada para comprar dólares no mercado local, reduzindo a pressão de valorização do real. O forte fluxo de moeda estrangeira leva à valorização excessiva do real, fator que pode prejudicar a produção da indústria de transformação para exportação.

Inicialmente, os recursos do fundo serão de origem fiscal. O governo espera criar, em 2008, “uma poupança fiscal de 0,5% do PIB, aproveitando período de crescimento maior da economia e da arrecadação, sem prejuízo das metas fiscais estabelecidas, que conduzem à redução da dívida pública” [Ministério da Fazenda (2008)].

FIGURA 1

**Fonte de Financiamento e Objetivos do Fundo Soberano Brasileiro**

Fonte: Conselho Político, Ministério da Fazenda, 2008.

Ainda de acordo com o Ministério da Fazenda (2008), a poupança pode acumular-se nos anos bons e ser utilizada quando houver crescimento mais baixo. Basicamente, seria uma poupança de ação anticíclica, que garantiria maior regularidade no crescimento e no resultado fiscal.

Citando o Ministério da Fazenda (2008), o fundo

exerce uma ação antiinflacionária, pois reduz o gasto público num período de aquecimento e aumenta o gasto, num período de desaquecimento. É mais eficiente que a elevação de juros, pois reduz a atividade sem aumentar a despesa do governo com juros.

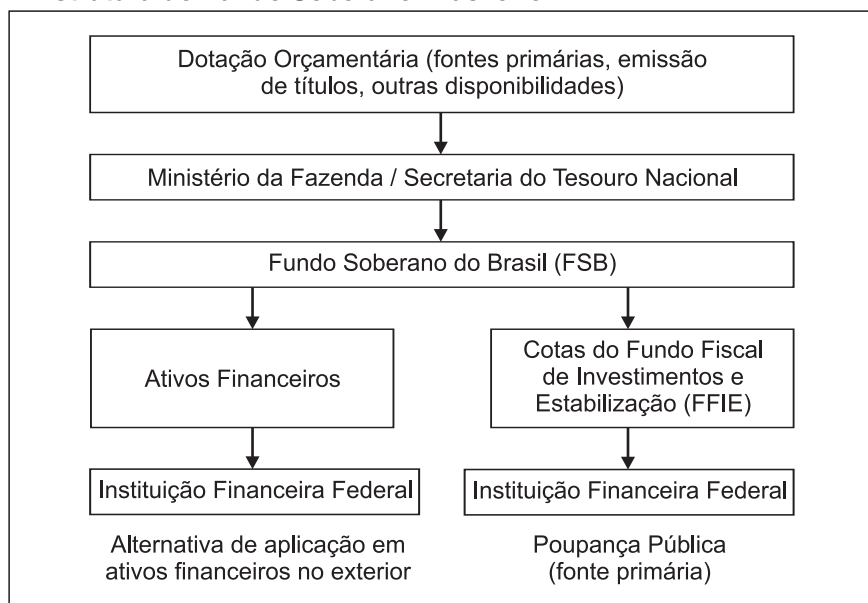
A Figura 1 esquematiza o FSB, apresentando suas fontes de financiamento e relacionando-as aos respectivos objetivos.

Na Figura 2, está explicitada a estrutura organizacional proposta pelo governo brasileiro para seu fundo soberano.

O modelo proposto para o FSB abrangeria os seguintes itens: transparência, governança e rentabilidade.

Com relação à transparência, além dos mecanismos já instituídos pela legislação em vigor (TCU, por exemplo), será criado um relatório de desempenho do Fundo a ser encaminhado semestralmente ao Congresso Nacional [Ministério da Fazenda (2008)].

FIGURA 2

**A Estrutura do Fundo Soberano Brasileiro**

Fonte: Conselho Político, Ministério da Fazenda, 2008.

No que diz respeito à governança, será constituído um conselho deliberativo do FSB que irá estabelecer a forma, o prazo e a natureza dos investimentos. A gestão será exercida pelo Ministério da Fazenda, e o FSB será operado por instituição financeira federal [Ministério da Fazenda (2008)].

O arcabouço do FSB já foi definido pelo Ministério da Fazenda. Entretanto, a gestão, a administração e a operacionalização do fundo ainda não foram decididas. O formato inicial do FSB previa que o Tesouro concentrasse os recursos do fundo e os usasse para comprar debêntures do BNDES emitidas no exterior. O BNDES, por sua vez, usaria esse novo *funding* para financiar grandes empresas brasileiras no exterior.

Por fim, com relação à rentabilidade, a meta seria a taxa Libor ponderada pelo risco de cada operação, ou seja, o *benchmark* será no mínimo a Libor, segundo informações do Ministério da Fazenda (2008).

Embora haja diversas críticas à proposta do governo, o projeto é interessante por três aspectos: primeiro, sinaliza a diminuição dos gastos governamentais, uma vez que os recursos do fundo virão, inicialmente, de um

superávit primário maior, o que ajuda na contenção da demanda interna e facilita o trabalho do Bacen. Esses fatores contribuem indiretamente para a redução da taxa de juros e, conseqüentemente, diminui-se a pressão baixista sobre a taxa de câmbio.

Em segundo lugar, atenua o problema da apreciação cambial diretamente, já que vai retirar dólares do mercado brasileiro e direcioná-los para o exterior. Esse superávit inicial é efetivamente muito pequeno para alterar demais a taxa de câmbio, mas se constituiria num importante sinalizador para as formações de expectativas do mercado.

Por último, mostra uma preocupação de longo prazo com relação às descobertas futuras de petróleo na costa brasileira e seus efeitos do tipo “doença holandesa”.

## **As Precondições para a Constituição do FSB**

Muitos argumentam que o Brasil não conta com as precondições para constituir um fundo desse tipo. As críticas centram-se em três aspectos.

O primeiro diz que o Brasil deveria ter receitas de exportação concentradas em um único produto, como o petróleo. O segundo enfatiza a relação “custo de captação do país”, medido pela taxa de juros interna, e o endividamento fiscal do país. O terceiro aspecto é que o Brasil não deveria ter um fundo soberano, pois, para isso, é necessário contar com um “superávit estrutural” nas contas externas. Em suma, um país, para constituir um fundo, deveria ter “superávits gêmeos”, ou seja, saldo elevado em conta corrente e superávit fiscal nominal. Outra precondição seria a posse de reservas cambiais elevadas.<sup>16</sup>

No entanto, essas são condições secundárias, tendo em vista as principais funções de um fundo desse tipo: conter uma excessiva apreciação da taxa de câmbio em razão de choques exógenos favoráveis de preços e promover um ajuste anticíclico por parte da política econômica governamental. Alguns fundos estabelecem ainda a partilha intertemporal das receitas provenientes dos recursos não-renováveis para as gerações posteriores, como no caso norueguês, citado na Seção 4.

---

*16 A condição de reservas elevadas é atendida pelo Brasil; mas a Irlanda, por exemplo, não possui grandes reservas e mesmo assim mantém um fundo soberano.*

Embora os fundos soberanos, em sua maioria, tenham sua origem em países com contas correntes positivas, num exame mais profundo, pode-se observar que, dos 58 fundos existentes, pelo menos 15 estão em países com déficits nas transações correntes. Há ainda três (os fundos dos Estados do Alasca, Novo México e Wyoming) estabelecidos nos EUA, país que possui megadéficits gêmeos.<sup>17</sup> Países como o México, a Irlanda e a Austrália não contam com superávit nas contas correntes, mas, mesmo assim, possuem fundos soberanos bem-sucedidos.

No entanto, a mais importante condição para o estabelecimento de um fundo soberano é o fluxo elevado em moeda estrangeira, o que leva a um balanço de pagamentos superavitário.<sup>18</sup> Ou seja, um país não necessariamente precisa ter superávits gêmeos.

Obviamente, não pode ser “qualquer” superávit no balanço de pagamentos. Se o país tem superávit em transações correntes, já estaria apto “automaticamente” a criar seu fundo soberano, sem fazer considerações sobre sua política fiscal.

Já se possuísse déficit nas transações correntes, o próximo passo seria saber como este déficit é “financiado”, o que implica análise da conta capital e financeira.

Se o país é financiado por investimento estrangeiro direto (IED) – por definição, de prazo mais longo –, então poderia se “alavancar” criando o fundo soberano, desde que suas aplicações fossem em ativos com prazos de maturação, em média, menores que o IED.

Isso é, basicamente, o que países como Austrália, Irlanda e, recentemente, Coreia do Sul estão fazendo.

A Austrália, por exemplo, recebe muitos investimentos estrangeiros diretos de longo prazo, o que leva o país a ter superávit no balanço de pagamentos, possibilitando a criação do fundo, como forma de diversificação de risco.

O importante, nesse caso, é que não haja um “descasamento de prazos”: um investimento de longo prazo do fundo soberano (ativo do país) deve ser financiado com a entrada de IED (passivo), em teoria, mas estável e de maturação elevada.

---

17 Obviamente, os EUA se enquadram num caso especial, uma vez que são os emissores da moeda de referência, algo não aplicável a nenhum outro país.

18 Conforme a correta avaliação do Ministério da Fazenda (2008).

No caso do financiamento do déficit em transações correntes se dar com investimentos em bolsa ou operações de *carry trade*, o fundo soberano deveria investir no curtíssimo prazo. No entanto, isso é um caso teórico, pois, na prática, seria temerária uma aplicação deste tipo. O fundo soberano não é um *hedge fund*, deve ser estável e não provocar instabilidade cambial, como ocorreria no caso hipotético citado.

Porém, é preciso entender que, não tendo superávit em transações correntes, o país criará o fundo soberano de forma “alavancada”, ou seja, correrá mais risco.

Investir com o superávit nas transações correntes seria o mesmo que uma empresa investir com capital próprio: há riscos, mas não os de “inadimplência”, que no caso de um país se refletiriam na depreciação acentuada de sua taxa de câmbio ou *default* da dívida.

Em resumo, dizer que os superávits gêmeos são condições imprescindíveis para ter um fundo soberano é o mesmo que dizer que uma empresa só poderia investir com recursos próprios, sem utilizar recursos de terceiros.

Contudo, se a questão é se seria desejável ter “superávits gêmeos”, aí sim, a resposta seria afirmativa. Portanto, o superávit gêmeo é desejável, mas não estritamente necessário.

No caso do Brasil, se o *investment grade* trouxer mesmo os investimentos de longo prazo, faria sentido criar um fundo soberano para “neutralizar” os efeitos da chegada desses recursos na taxa de câmbio, observando a maturidade dos investimentos, como apontado acima.

No caso dos efeitos fiscais, constituir um fundo soberano tem os mesmos custos de oportunidade financeiros que acumular reservas cambiais. Hoje, acumular reservas é um péssimo negócio do ponto de vista financeiro do Bacen, pois elas rendem juros dos U.S. Treasuries (abaixo da Selic, que é o “custo de oportunidade da aplicação”) e perdem ainda mais valor com a apreciação do real. No entanto, essas reservas trouxeram diversos benefícios não computados diretamente nos ativos e passivos do Bacen, como a queda do “risco-país” e a estabilidade, e contribuíram para o *investment grade*.

A China, por exemplo, possui uma taxa de juros inferior ao padrão internacional. Com isso, ela emitiu títulos públicos “baratos”, comprou mais dólares para compor suas reservas e, posteriormente, “desviou” essas reservas e criou o seu último fundo soberano, o China Investment Corpora-

tion (CIC). Ou seja, essa é uma operação independente de ter “superávits gêmeos”. Leva-se em conta apenas os diferentes custos de aplicação e captação (custo de oportunidade).

No caso do Brasil, com taxas de juros superiores às taxas internacionais, se houvesse uma desvalorização do real frente ao dólar, ter um fundo soberano com ativos cotados em dólar daria uma rentabilidade baseada na valorização de tal ativo mais a variação cambial positiva.

Do ponto de vista prático, a diminuição das reservas forçaria uma depreciação imediata da nossa moeda, uma vez que, hipoteticamente, aumentaria o nosso risco cambial e sinalizaria ao mercado uma nova política em relação ao câmbio. O custo fiscal do fundo soberano seria igual ao de acumular reservas cambiais, com a vantagem de que o fundo soberano renderia mais.

Caso o Bacen não pretenda mais acumular reservas, o fundo soberano perde um pouco o sentido. Se, no entanto, calcula-se que ainda se devem acumular mais reservas, então o fundo soberano ajudaria a diminuir os custos dessa operação.

Em um exemplo hipotético simples, observa-se tal efeito: se o Bacen direciona US\$ 50 bilhões de suas reservas cambiais para o fundo, que vai investi-las a longo prazo, elas não servirão mais para dar liquidez ao mercado de câmbio. Digamos que a taxa de câmbio suba de R\$ 1,60/US\$ para R\$ 1,92/US\$ – uma depreciação de 20% –, em razão da percepção de risco dos investidores.

Logo, mesmo que os ativos comprados pelo fundo rendam os mesmos 2% que pagam os juros americanos, essa operação é mais lucrativa do que pagar a dívida interna, cujo custo está em torno de 13%.

Fazendo a conta, as reservas somadas aos juros, colocadas no fundo soberano, agora valeriam:

$$\text{US\$ 50 bilhões} \times 1,02 \text{ (juros externos)} \times 1,92 \text{ (taxa de câmbio de 1,60 com depreciação de 20\%)} = \text{R\$ 97,92 bilhões.}$$

No entanto, se pagasse a dívida interna, o Bacen economizaria:

$$\text{US\$ 50 bilhões} \times 1,13 \text{ (taxa de juros Selic – custo da dívida)} \times 1,60 \text{ (taxa de câmbio)} = \text{R\$ 90,4 bilhões.}$$

Ou seja, a diferença de R\$ 7,52 bilhões seria o “lucro” da operação para o Bacen, que os reverteria para o Tesouro Nacional.

Repare que, neste caso hipotético, mesmo as reservas cambiais teriam sua rentabilidade aumentada por causa do efeito “desvio para o fundo”, graças à desvalorização cambial.

As reservas restantes, de US\$ 150 bilhões, passariam a valer R\$ 288 bilhões em vez dos R\$ 240 bilhões anteriores.

Em última instância, todas as reservas poderiam ser investidas no fundo soberano, que renderiam a valorização de seus ativos (rendimento maior que os U.S. Treasuries, no longo prazo) e mais a desvalorização cambial (visto que o risco cambial aumentaria exponencialmente), superando o “custo de oportunidade” expresso pela taxa Selic. Obviamente, esse raciocínio ignora os efeitos da taxa de câmbio sobre a inflação, sobre os custos de captação das empresas brasileiras e sobre o “risco-país”.

Na prática, se a taxa de juros interna é só um pouco maior que a taxa externa de referência (FED *funds* ou Libor), ter um fundo soberano já compensa, em razão das externalidades positivas para exportação. O problema, no caso brasileiro, é que a nossa Selic é um ponto fora da curva de qualquer padrão internacional. Essa característica está muito relacionada ao fato de nossa inflação se mostrar muito resistente (graças à presença de indexação, à memória inflacionária e ao alto repasse cambial).

O fundo soberano pode ser positivo também para a condução da política econômica, sinalizando o caráter fiscal anticíclico (com o uso do superávit fiscal “extra”) e evitando a apreciação ainda maior do câmbio, ao usar parte das reservas, como dito anteriormente.

Em conclusão, o fundo soberano brasileiro deveria ter o objetivo de diminuir “os custos de carregamento”. O que se pode fazer agora é melhorar a rentabilidade dos ativos com investimentos mais arriscados, desviando parte das reservas cambiais (hoje, em US\$ 200 bilhões) e colocando-as no fundo.

## 6. Conclusão

A proliferação de fundos soberanos é uma tendência mundial, em especial em países emergentes e/ou ricos em recursos naturais. Essa tendência de-



corre do fato de que possuir um fundo é uma forma menos “custosa”<sup>19</sup> de se proteger dos desequilíbrios financeiros mundiais.

Conclui-se que os fundos soberanos são fruto da desintermediação financeira em curso desde a década de 1970 e da necessidade de proteção contra a volatilidade característica do padrão “dólar flexível”, sob forma de enormes acumulações de reservas, no chamado “*self insurance*”.

Ainda, com base nos países em que se encontram os fundos soberanos e as vultuosas reservas cambiais, podemos ver uma mudança inédita do eixo de dinamismo da economia mundial.

Ao longo do trabalho, foram examinados a tipologia e alguns exemplos de fundos e constatou-se que, desde 2002, a tendência a estabelecimento de fundos soberanos vem sendo reforçada, especialmente pela elevação dos preços dos produtos primários, pela continuidade do padrão asiático de crescimento e pela persistência dos desequilíbrios mundiais.

Viu-se que o fundo soberano é um poderoso instrumento de política econômica constituindo-se, pois, em uma ferramenta valiosa para evitar os riscos da chamada “doença holandesa” – ou a sua forma mais agressiva, a “maldição dos recursos naturais” –, diversificar a economia e atuar de forma anticíclica. Como foi visto no caso norueguês, o fundo tem uma atuação anticíclica na parte fiscal, ajuda as exportações resguardando-as da apreciação do câmbio e evita a “doença holandesa”.

No caso de outros países emergentes, os fundos soberanos propiciam fortes intervenções na taxa de câmbio para manter a competitividade externa de sua economia, evitando os riscos da apreciação cambial e dos movimentos bruscos dos fluxos de capitais, que, no passado, levaram a diversas crises cambiais e econômicas.

A evidência empírica nos mostra que não convém aos países exportadores de produtos básicos virarem eternos “reféns” dos preços das *commodities* – historicamente voláteis, principalmente a partir de 1971, como observado nos gráficos da terceira seção.

Mesmo que os preços mais altos desses produtos reflitam uma mudança estrutural da economia mundial em virtude da ascensão da China, um dia as “bolhas” estouram e os movimentos baixistas se instalam.

---

19 Em relação à forma usual via acumulação de reservas cambiais.

O governo brasileiro deveria acelerar a criação do nosso fundo soberano e usá-lo como instrumento de política econômica, seguindo o movimento de diversos países, em especial países emergentes de mais sucesso no processo de *catch up*.

Deve-se “enxugar” o excesso de divisas agora para poupar as gerações futuras de solavancos no câmbio.

## Referências

BUSINESS STANDARD. Editorial, 24 de outubro de 2007.

ERIKSEN, Tore. *The norwegian petroleum sector and the government pension fund – global*. Ministério das Finanças da Noruega, Secretaria Geral: Oslo, 2006.

FERNANDEZ, David & ESCHWEILER, Bernhard. “Sovereign wealth funds: a bottom-up primer”. *JPMorgan Research*, Nova York, 2008.

FMI. *Global financial stability report*. Washington, setembro de 2007.

KERN, Steffen. “Sovereign wealth funds – state investments on the rise”. *Deutsche Bank Research*, Frankfurt, 2007.

MATTOO, Aaditya & SUBRAMANIAN, Arvind. “Currency undervaluation and sovereign wealth funds: a new role for the world trade organization”. *Working Paper Series*. Peterson Institute for International Economics, Washington, 2008.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. “Fundo Soberano do Brasil”. Conselho Político. Brasília, 2008. Disponível em: [www.senado.gov.br/lidpt/Análise%20da%20Inflação%20e%20fundo%20soberano%20Conselho%20politico.ppt](http://www.senado.gov.br/lidpt/Análise%20da%20Inflação%20e%20fundo%20soberano%20Conselho%20politico.ppt). Acesso em: 13.6.2008.

SIAS, Rodrigo. “Fundo soberano brasileiro: uma boa idéia?” *Jornal Valor Econômico*, 2008. Caderno Idéias.

SUMMERS, Lawrence. “Opportunities in an era of large and growing official wealth”. In: *Sovereign wealth management*. Central Banking Publications: Londres, 2007.

THE NEW YORK TIMES. “EUA estão com medo de serem ‘comprados’”, 21 de agosto de 2007.

VALOR ECONÔMICO. “Prejuízo do BC cresce mais de três vezes em 2007”, 21 de fevereiro de 2008.

## **Sites Consultados**

Energy Information Agency – <[www.eia.doe.gov](http://www.eia.doe.gov)>.

Fundo Monetário Internacional – FMI – <[www.imf.org](http://www.imf.org)>.

Global Insight – <[www.globalinsight.com](http://www.globalinsight.com)>.

